

信用评级公告

联合〔2023〕5453号

联合资信评估股份有限公司通过对中国万向控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国万向控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 万向 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十六日

中国万向控股有限公司公开发行公司债券

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国万向控股有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 万向 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 万向 01	11.50 亿元	10.50 亿元	2023/09/22

评级时间：2023 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
金融控股类企业信用评级方法	V4.0.202303
金融控股类企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202303

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	公司治理	3
			风险管理	3
			业务经营分析	2
			未来发展	3
财务风险	F2	偿付能力	盈利能力	2
			偿债能力	2
		资本结构	资本实力	2
			杠杆水平	2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国万向控股有限公司（以下简称“公司”或“万向控股”）的跟踪评级反映了公司作为民营金融投资运营平台，以控股和参股的方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等板块进行投资，形成了多元化的业务格局，具备较强的规模优势和综合竞争力。2022 年，公司保险业务和信托业务仍处于行业中游水平，整体业务发展平稳，资产规模较大，综合实力维持较强。

同时，联合资信也关注到，近年来，宏观经济下行压力较大，外部信用风险上升，公司投资资产及主要金融子公司资产均面临一定市场风险或信用风险，盈利能力承压；信托子公司信托业务房地产业占比高，固有业务不良资产高企，资产质量承压；受投资收益下滑影响，公司 2022 年利润总额亏损。此外，公司本部全部债务以短期为主，需持续关注公司流动性管理情况。

未来，随着公司旗下产业调整和业务整合，以及未来战略的执行，公司业务竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 万向 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 作为大型民营金融投资运营平台，具备较强的规模优势和综合竞争力。公司作为民营金融投资运营平台，以控股和参股的方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等板块进行投资，形成了多元化的业务格局，资本实力较强，具备较强的规模优势和综合竞争力。
2. 2022 年，公司业务发展平稳。2022 年，公司保险业务和信托业务处于行业中游水平，对公司收入利润贡献度较大。

关注

1. 营业总收入受公允价值变动损益和投资收益影响较大，未来实现情况存在一定的不确定性。子公司民生人寿投资受资本市场波动影响较大，公司营业总收入中公允价值变动损益和投资收益变化较大，收入利润实现情况尚存在一

分析师：薛峰 刘鹏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

定不确定性。2022年，民生人寿持有的投资资产投资收益大幅下降导致公司利润总额亏损。

2. **投资资产面临的信用风险需关注。**近年来，宏观经济下行压力较大，外部信用风险上升，公司投资资产中包含着较大规模的债券和信托计划等产品，且万向信托业务中房地产业占比高，不良和关注类资产占比很高，相关信用风险仍需关注。
3. **债务期限偏短期，关注流动性管理。**债务结构偏短期，需持续关注公司流动性管理情况。

主要财务数据：

公司合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	1559.00	1623.82	1623.48
所有者权益（亿元）	207.01	204.45	184.81
归属于母公司所有者权益（亿元）	103.06	93.67	91.44
短期债务（亿元）	216.03	154.97	93.26
全部债务（亿元）	246.18	197.59	127.06
营业总收入（亿元）	287.29	253.18	216.91
投资收益（亿元）	67.95	58.91	24.86
利润总额（亿元）	35.50	10.82	-1.17
EBITDA（亿元）	43.41	17.75	6.28
筹资前净现金流（亿元）	-4.46	100.28	145.50
营业利润率（%）	14.54	4.95	-0.64
净资产收益率（%）	13.74	5.05	6.61
资产负债率（%）	86.72	87.41	88.62
全部债务资本化比率（%）	54.32	49.15	40.74
流动比率（%）	95.39	123.55	148.05
EBITDA 利息倍数（倍）	24.00	11.75	3.53
EBITDA/全部债务（倍）	0.18	0.09	0.05
公司本部（母公司）			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	103.18	96.52	93.59
所有者权益（亿元）	70.87	63.11	74.57
全部债务（亿元）	31.78	31.48	18.84
经调整的营业收入（亿元）	9.85	0.56	21.90
投资收益（亿元）	9.75	0.37	21.80
利润总额（亿元）	4.21	-0.95	20.98
净资产收益率（%）	5.52	-1.41	30.48
资产负债率（%）	31.32	34.61	20.33

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 万向 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/6/28	刘嘉 张晨露	一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202204)	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/9/8	刘嘉 张晨露	(原联合评级) 工商企业信用评级方法总论	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号；评级报告无链接为未公开项目

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国万向控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中国万向控股有限公司公开发行公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国万向控股有限公司（以下简称“公司”或“万向控股”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

万向控股前身为“上海万向控股有限公司”，系由自然人鲁伟鼎出资组建的有限责任公司，于 2007 年 3 月设立，初始注册资本 3.60 亿元。2007 年 7 月，公司变更为现名。历经多次增资和股权转让，2021 年 9 月，公司注册资本变更

至 50.00 亿元，10 月，原股东以货币资金形式认缴实收资本至 50.00 亿元，且由北京金华诚信会计师事务所出具验资报告，其中鲁伟鼎直接持股比例增加至 74.57%。2022 年以来，公司股权结构未发生变动。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元（股权结构图详见附件 1-1），鲁伟鼎直接及间接合计持股 88.57%，为公司实际控制人，鲁伟鼎及其他股东均未质押公司股权。

公司主要业务包括保险、信托、第三方支付、金融科技等；组织架构图详见附件 1-2。截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围内的直接控股子公司共计 11 家，主要子公司见表 1。

表 1 截至 2022 年末主要子公司情况

子公司全称	简称	业务性质	实收资本 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	持股比例 (%)
民生人寿保险股份有限公司	民生人寿	人寿保险、健康保险、意外伤害险等保险业务	60.00	1563.00	168.99	195.96	3.85	43.84
万向信托股份公司	万向信托	信托业务	13.39	48.51	41.40	8.67	3.27	76.50
通联数据股份公司	通联数据	信息技术服务	5.29	10.18	5.39	1.32	-2.25	77.94
万向租赁有限公司	万向租赁	融资租赁、租赁咨询等	3.00	12.22	4.63	1.10	0.30	100.00
通惠期货有限公司	通惠期货	商品期货经纪、金融期货经纪	1.25	2.91	0.89	0.05	-0.14	77.54

注：本文中民生人寿财务数据采用新金融工具准则口径，因而与公开数据口径有差异
资料来源：公司年度报告，联合资信整理

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴西路99号万向大厦；法定代表人：鲁伟鼎。

三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。公司于 2022 年对 20 万向 01 回售 11.50 亿元并转售 10.50 亿元，注销未转售债券金额 1.00 亿元。

表 2 本次跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 万向 01	11.50 亿元	10.50 亿元	2020/09/22	(2+1) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进

一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

公司业务经营受寿险行业、第三方支付行业和信托行业的整体运行情况、行业政策影响较大，本报告重点对寿险行业、第三方支付行业和信托行业进行分析。

1. 寿险行业分析

2022 年，寿险业务的持续发展推动人身险公司原保险保费收入同比小幅回升，但受线下营销受阻、居民消费意愿减弱等因素影响，人身

险公司未来业务发展仍面临一定压力；人身险公司行业市场集中度仍处于较高水平，头部人身险公司市场份额稳定。随着我国社会养老三支柱体系的不断完善，养老保险监管政策逐步细化，专业养老保险公司业务范围持续扩大，未来业务发展空间大。健康险业务方面，我国健康险业务规模保持较快增长态势，未来在健康险政策红利和需求红利的释放下，健康险行业有望得到持续稳步发展。资金运用方面，2022 年，人身险公司资金运用余额持续增长，仍以固定收益类资产为最主要投资类别；受保险资金配置压力增加、权益市场波动等因素的影响，人身险公司整体投资收益水平明显下降。在当前低利率市场环境以及优质资产项目稀缺的背景下，险企资产配置压力及风险管控挑战有所加大，考虑到承保盈利压力向投资端的传导，资产供给与配置需求的矛盾或将进一步凸显。在投资收益表现不佳及保费收入增长承压的影响下，2022 年人身险公司整体盈利情况表现不佳，多家人身险公司呈现亏损。2022 年以来，在《保险公司偿付能力监管规则（II）》（以下简称“规则 II”）的实施叠加资本市场行情走低的情况下，保险公司偿付能力受到一定负面冲击，与之前年度相比，人身险公司偿付能力充足率水平整体呈下降趋势，但行业偿付能力尚处于充足水平；此外，保险公司发行无固定期限资本债券相关政策落地，进一步拓宽保险公司资本补充渠道，是提高保险公司核心偿付能力充足水平的重要举措，但仍需关注保险业务规模的持续增长对保险公司资本的消耗以及规则 II 全面实施等因素对偿付能力充足性的影响。2022 年，我国人身险公司共发行 9 期资本补充债券，合计规模 189 亿元；共 13 家人身险公司进行增资扩股或转增资本操作，合计补充资本规模 245.01 亿元。监管政策方面，2022 年监管政策整体延续审慎的基调，逐步健全的监管体系、严格的监管政策以及相关支持政策有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。完整版人身险行业分析详见《2023 年人身险行业分析》，报告链接

<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc374a>。

2. 第三方支付行业

为保证第三方支付行业的稳定发展，我国监管层对于第三方支付的管控逐渐趋严。

我国第三方支付行业行政主管部门为中国人民银行，行业主要自律性组织为中国支付清算协会。为保证第三方支付行业的稳定发展，我国监管层制定实施了一系列的法律法规和政策，2017—2018年，先后出台了《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》《关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事项的通知》（银办发〔2018〕114号）《中国人民银行支付结算司关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》（银支付〔2018〕238号），主要内容涉及支付机构自2017年4月17日起应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息；要求非银支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理。2021年1月20日，《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，非银行支付机构注册资本最低限额为1亿元人民币。设立非银行支付机构，应当经中国人民银行批准，非银行支付机构的名称中应当标明“支付”字样。

2021年1月22日，中国人民银行就备付金存管问题再次下发《非银行支付机构客户备付金存管办法》，非银行支付机构的客户备付金日终后全部集中存放于其在中国人民银行开立的客户备付金集中存管账户中，明确了人民银行对非银支付机构客户备付金的全额接管权。2021年7月23日，中国人民银行制定了《非银行支付机构重大事项报告管理办法》（下称“办法”），自2021年9月1日起施行，该办法所称重大事项，是指根据法律法规和中国人民银行的规定应当事前报告的重大经营事项，以及可能对支付机构（含分公司）自身经营状况、金融消费者权益、金融和社会稳定造成重大影响应当事后报告的事项。从出具的各项政策来看，我国监管层对于

第三方支付的管控逐渐趋严。

第三方支付行业面临政策监管风险、市场竞争加剧风险以及经营性风险。

一是政策监管风险。近年来，央行等监管机构为防范金融风险均加强了对第三方支付机构政策监管，加大对违规第三方支付机构的处罚力度。随着第三方支付行业业务规模的扩张以及监管政策的推陈出新，第三方支付行业面临着一定程度的政策不确定性。

二是市场竞争加剧的风险。目前，第三方支付行业正处在快速发展期，行业监管政策逐步完善、新技术不断出现、市场中提供同类产品或服务的企业增多等诸多因素正在推动第三方支付行业的竞争环境趋向加剧。

三是经营性风险。第三方支付行业面临的经营性风险因素较多，包括支付行业产业升级及支付方式变更的风险、商户违规经营导致的第三方支付机构受到银联约束的风险、信用卡套现等风险事件导致第三方支付机构受到央行处罚的风险、用户个人支付习惯变更导致的个人支付业务下滑风险等。

随着电子商务和移动互联技术的发展，以及政策环境的改善，第三方支付行业趋于稳定。

随着电子商务的稳步发展，第三方支付的市场规模趋于稳定；而随着5G网络服务的改善和智能移动终端的普及，使得移动支付的便利性得到不断提高；同时市场参与主体从产品研发、市场拓展和客户引导等全方位向移动端转移，客户对移动支付使用度、信任度和接受度的不断增加，使移动支付业务持续呈现稳步增长。此外，随着监管政策的推陈出新，第三方支付行业的政策环境将不断的优化，有利于第三方支付行业的进一步发展。

3. 信托行业

随着金融去杠杆、去通道政策的逐步推进，信托行业中集合类产品占比提升，2022年资管新规正式实施和分类评价征求意见稿继续推进信托业转型发展，原银保监会罚单增加，信托行业仍趋严监管。

我国信托业自 2001 年《信托法》颁布实施后正式步入主营信托业务的规范发展阶段以来，在经历了 2008—2017 年间高速发展之后，随着“资管新规”和“两压一降”监管政策的出台，自 2018 年开始进入了一个负增长的下行发展周期，主旋律是转型发展，虽行业呈下行态势但已经企稳，业务结构亦发生较大变化。截至 2022 年末，信托资产规模为 21.14 万亿元，较上年末增长 2.87%。从信托资产结构上来看，截至 2022 年末，集合资金信托规模为主，占比达到 52.08%，单一资金信托规模占比为 19.03%；管理财产信托规模占比为 28.89%。自资管新规以来，信托资产结构整体呈现“两升一降”趋势，集合资金信托持续上升，管理财产信托长期来看实现规模增长，而以通道类业务为主的单一资金信托则持续压降。

近年来，金融监管持续趋严，信托行业监管规则逐步完善。2022 年资管新规正式实施，监管部门明确提出新的信托分类标准，即按照资产管理信托、资产服务信托和公益/慈善信托对信托业务进行划分。新分类旨在引导信托公司立足受托人定位，回归资产管理和受托服务本源，以更加规范的方式发挥信托制度优势和行业传统竞争优势，推动信托业高质量转型发展。2022 年，共有 18 家银保监局对 21 家信托公司共开出 112 张罚单（含个人）。合计处罚金额 6814 万元（罚款金额统计中包含公司及个人）。

整体看，作为资产管理行业的重要子板块，信托行业在制度红利、业务范围、专业能力以及创新意识方面具有较强的竞争优势，监管从严规范有助于行业加速转型，回归业务本源。近年来，严监管态势的延续使得信托业发展趋缓，但新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，长期将利好行业稳健发展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，自然人鲁伟鼎为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司目前形成了保险、信托、第三方支付、金融数据服务等板块多元化发展的业务格局，具备较强的规模优势和综合竞争力；同时公司申请金融控股牌照已被受理，仍待国家金融监督管理总局核准，未来有助于促进公司治理结构的合法合规性、提升公司整体综合经营能力。

公司是民营金融投资运营平台，通过控股和参股等方式对保险、第三方支付、信托、金融数据服务、区块链技术等行业内企业进行投资，形成了多元化的业务格局。截至 2022 年末，公司合并资产总额 1623.48 亿元，所有者权益合计 184.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 91.44 亿元。2022 年，公司实现营业总收入 216.91 亿元，净利润 12.86 亿元。

民生人寿是公司保险行业的运营主体，民生人寿保费收入排名处于行业中游水平。截至 2022 年末，民生人寿合并资产总额 1563.00 亿元，是公司资产规模最大的子公司。2022 年，民生人寿实现营业收入 195.96 亿元，净利润 3.85 亿元。

万向信托是公司信托行业的运营主体，截至 2022 年末，万向信托资产总额 48.51 亿元，所有者权益合计 41.40 亿元。2022 年，万向信托实现营业收入 8.67 亿元，净利润 3.27 亿元。

通联支付网络服务股份有限公司（以下简称“通联支付”）是公司第三方支付行业的运营主体，公司通过民生人寿间接持有通联支付 41.10% 的股权。通联支付是全国首批获得支付业务许可证的非金融服务机构，目前具有支付业务全牌照资质。截至 2022 年末，通联支付与保险行业超 140 家机构达成总对总合作，寿险机构合作覆盖率超 90%；与基金行业近 200 家公募基金和代销机构达成合作，基金支付业务行业占有率排名行业第一；与证券行业机构开展合作，证券支付业务涵盖证券行业排名前十的证券公司。

公司金融科技业务包括金融数据服务和区块链技术等业务。通联数据是公司金融数据服务的运营主体，公司持有其 77.94% 的股权。通

联数据致力于将大数据、云计算、人工智能等信息技术和专业的投资理念相结合，打造综合金融服务平台。目前，通联数据已搭建起了较为完善的产品结构。此外，公司不断在区块链领域布局，通过单一LP基金在全球范围内投资和孵化区块链商业应用项目，并成立了万向区块链以提升自主技术实力。

此外，根据中央人民银行官网披露的公告称公司设立金融控股公司申请已经受理，仍待国家金融监督管理总局核准，若未来公司成功获取金融控股牌照，公司有望成为第一家受央行许可的民营金融控股公司，品牌竞争力将进一步增强，同时有助于促进公司治理结构的合法合规性、提升公司整体综合经营能力。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2023年6月6日，公司本部已结清的信贷业务为正常类，无已结清和未结清不良或关注类贷款业务，公司本部过往履约情况良好。

截至2023年5月末，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年末，公司本部共获得金融机构授信额度45.00亿元，其中已使用额度6.50亿元，未使用额度38.50亿元。

七、管理分析

2022年以来，公司内部管理制度未发生重大变化，董监高人员未发生变动，但总经理仍为缺位状态，整体管理运营平稳。

2022年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化；董监高均未发生变动，管理层人数较少，总经理仍为缺位状态，由董事长代行总经理职责。

子公司受到处罚方面，2022年，万向信托受到原银保监会浙江监管局罚款处罚，但涉及金额很小。

保险公司风险综合评级结果方面，民生人寿2022年一至四季度风险综合评级均维持BBB类。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，保险业务和互联网金融服务业务仍是公司收入的主要来源，受民生人寿投资收益下降影响，营业总收入同比下降，利润总额亏损。

公司为民营金融投资运营平台，现已形成了保险、信托、第三方支付、金融数据服务等板块多元化发展的业务格局。公司营业总收入主要来自保险业务和互联网金融服务业务。2022年，公司实现营业总收入216.91亿元，同比下降14.32%，主要系受资本市场波动影响民生人寿持有的投资资产投资收益下降等因素所致。2022年，公司实现利润总额-1.17亿元，同比转负，主要系营业总收入下降的同时营业成本、管理费用等下降幅度较小所致。

表3 公司营业总收入构成

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
保险业务收入	208.04	72.41	159.05	62.82	125.24	57.74
互联网金融服务业务	53.98	18.79	70.30	27.77	68.57	31.61
信托、期货及租赁业务	16.75	5.83	15.73	6.21	9.89	4.56
其他	8.52	2.97	8.10	3.20	13.21	6.09
营业总收入	287.29	100.00	253.18	100.00	216.91	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从收入结构来看，2022年，保险业务收入规模虽有所下降，但仍为公司最重要的收入来源，占公司营业总收入比重下降至57.74%；公司互联网金融服务业务收入主要来自通联支付机构收入，2022年互联网金融服务业务收入微幅下降，但对公司收入贡献度有所提升；信托、期货及租赁业务收入规模同比有所下降，占营业收入比重下降至4.56%。公司其他收入规模和占比同比均有所上升，仍维持较低水平。

2. 保险业务

2022年，民生人寿收入主要来源于已赚保费和支付结算相关服务收入，受投资收益降幅较大

等因素影响，营业收入和利润总额均有不同程度下降。

民生人寿营业收入主要来源于已赚保费和子公司通联支付产生的支付结算相关服务收入。2022年，受资本市场波动等因素影响，民生人寿投资收益同比大幅下滑，公允价值变动损益为负，同时保费收入略微下滑，使其营业收入同比下滑16.93%；实现利润总额-11.45亿元，同比大幅减少，主要系民生人寿营业支出降幅低于营业收入所致。民生人寿收入构成中，已赚保费、投资收益和其他业务收入占比较大，其中其他业务收入主要为通联支付支付相关的结算收入。

表4 民生人寿营业收入构成情况表

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
营业收入	262.07	100.00	235.89	100.00	195.96	100.00
其中：已赚保费	123.82	47.25	120.37	51.03	118.21	60.32
投资收益	62.32	23.78	57.94	24.56	15.29	7.80
公允价值变动损益	18.62	7.10	-19.26	-8.16	-10.28	-5.25
其他业务收入	56.84	21.69	76.40	32.39	73.48	37.50

资料来源：民生人寿财务报告，联合资信整理

2022年，民生人寿保险业务收入主要由分红型寿险、传统型寿险和健康险贡献，分红型寿险占比有所下降，传统型寿险和健康险占比均有所上升，整体保险业务收入有所下滑。

从险种来看，分红型寿险、传统型寿险和健康险是民生人寿主要收入来源。2022年，民生人寿保险业务收入为118.21亿元，同比下降3.14%，

主要系分红型寿险下降所致。从收入构成上来看，2022年民生人寿收入结构略有变化，传统型寿险占比有所提升，同时，民生人寿还开展了意外险和寿险附加万能险业务，但规模整体很小。

2022年，民生人寿综合赔付率为2.83%，较2021年3.26%有所下降；退保率为2.50%，较2021年2.16%有所上升。

表5 民生人寿保险业务总收入情况表

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
分红型寿险	49.74	39.70	45.85	37.57	40.17	33.98
传统型寿险	43.58	34.78	43.54	35.68	46.42	39.27
健康险	31.32	25.00	32.03	26.25	31.04	26.26
意外险	0.66	0.53	0.62	0.51	0.58	0.49
保险业务收入合计	125.31	100.00	122.04	100.00	118.21	100.00

注：保险业务收入合计=已赚保费+分出保费+提取未到期责任准备金
资料来源：公司提供、联合资信整理

截至2022年末，民生人寿投资资产规模有所下降，投资品种以债券为主，但仍需关注信托计

划相关信用风险；综合偿付能力保持充足水平。

截至2022年末，民生人寿投资资产总额

1004.20亿元，较上年末变动不大。从投资品种来看，民生人寿投资资产以债券品种为主，信托、债权计划和资管产品规模和占比有所降低，计提减值规模很小，相关信用风险仍需保持关注，同时民生人寿持有的投资资产公允价值波动较大，受资本市场波动影响较大。2022年，公司其他投资资产大幅增长，主要系协定存款规模大幅增长所致。

截至2022年末，民生人寿认可资产负债率80.25%，较上年末提升3.45个百分点。2022年以来，民生人寿进行30.00亿元股利分配，实际资本规模下降17.84%。2022年末，民生人寿核心偿付能力充足率为169%，综合偿付能力充足率为235%，较上年末均大幅下降，但仍高于监管下限。截至2022年末，民生人寿风险综合评级结果为BBB类。

表 6 民生人寿投资资产情况表

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券	591.35	59.97	631.90	61.44	593.83	59.14
股票	101.16	10.26	89.45	8.70	69.22	6.89
基金	39.40	4.00	27.39	2.66	33.86	3.37
信托、债权计划和资管产品	177.09	17.96	128.94	12.54	76.29	7.60
股权投资	71.68	7.27	97.58	9.49	102.70	10.23
其他	5.46	0.55	53.22	5.17	128.29	12.78
合计	986.14	100.00	1028.47	100.00	1004.20	100.00

注：2020年投资资产（民生人寿审计报告口径）=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+长期股权投资+投资性房地产；2021和2022年投资资产=交易性金融资产+买入返售金融资产+债权投资+其他债权投资+长期股权投资+其他权益工具投资+投资性房地产+其他流动资产（扣除银行存款）+其他非流动金融资产+一年内到期的非流动资产

资料来源：民生人寿财务报告

3. 信托、期货及租赁业务

（1）信托业务

2022年，万向信托期末信托业务规模有所下降，信托业务收入和利润水平平均同比大幅减少；被动管理型信托占比仍很高；万向信托固有业务不良率高企，关注类占比很高，资产质量承压；且信托和固有业务中房地产业占比高，需关注后续风险。

信托业务品种主要包括集合资金信托、单一资金信托和财产权信托等。截至2022年末，万向信托单一类信托产品占比54.15%，较去年有所上升；集合类产品占比降至41.74%；2022年，万向信托已清算结束的集合类、单一类资金信托项目和财产管理类信托项目加权平均实际年化收益率大约在9.05%~11.11%左右。

截至2022年末，万向信托信托规模为892.51亿元，较上年末下降8.43%，主要系融资类信托规模下滑所致。从信托类型来看，截至2022年末，万向信托主动管理型信托占比26.42%，较上年末有所下降，被动管理型信托占比73.58%。

从主动管理型信托资产来看，截至2022年末，万向信托主要以融资类业务为主，占主动管理型信托资产的比重为67.50%，占比较上年末略有下降，未来仍有一定的业务转型压力。此外，万向信托主动管理型信托中还包含了证券投资类和股权投资类资产，2022年万向信托加大了证券投资类业务的开展力度，但占比仍较低。

从被动管理型资产来看，万向信托被动管理型信托均为事务管理类信托。截至2022年末，万向信托被动管理型信托资产规模较上年末增长4.30%，变动不大。

表 7 万向信托信托资产分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
主动管理型信托资产			
证券投资类	27.48	54.39	60.74

股权投资类	16.36	19.56	15.90
融资类	405.80	271.11	159.18
小计	449.64	345.06	235.82
被动管理型信托资产			
事务管理类	624.42	629.59	656.69
小计	624.42	629.59	656.69
合计	1074.06	974.65	892.51

资料来源：万向信托年报、联合资信整理

从信托资产投向行业来看，万向信托信托资金主要投向房地产、金融机构、工商企业和基础产业，截至2022年末占比分别为58.40%、19.91%、11.09%和4.49%，其中金融机构和基础产业占比均较上年末有所上升，其余行业占比均有所下降。整体看万向信托信托资金投向相对集中，需关注相关行业波动引起的信用风险。

固有业务

万向信托固有业务主要包括自有资金投资信托产品和同业存放等。截至2022年末，万向信托资产总额48.51亿元，较上年末微幅上升。

截至2022年末，万向信托固有业务以交易性金融资产和债权投资为主，合计占比为76.89%，主要为投资信托产品；其余主要为存放同业款项和其他应收款等，占比均较小，其中其他应收款主要为信托项目代垫款和信保基金款项。

从固有业务行业分布来看，截至2022年末，万向信托投资行业以房地产业、工商企业、金融机构和基础产业为主，上述四个行业占比分别为44.87%、23.25%、14.81%和7.57%，集中度较高。

截至2022年末，万向信托信用风险资产中关注类资产合计9.10亿元，占信用风险资产的19.07%，较上年末有所提升；不良资产合计26.99亿元，占信用风险资产的51.57%，较上年末明显提升，主要系公司恒大地产项目等房地产项目由关注类资产转入不良资产所致，涉及项目均已设置土地或在建工程抵押、销售资金监管及股权质押等风险控制措施。2022年，公司当期采用预期信用损失三阶段模型对债权投资计提减值准备1.86亿元。截至2022年末，公司累计对债权投资计提减值准备4.47亿元，计提比例为13.35%，比例较高。

表8 截至2022年末万向信托固有业务资产情况

资产运用	金额（亿元）	占比（%）
存放同业款项	2.30	4.75
其他应收款	3.93	8.11
交易性金融资产	8.30	17.10
债权投资	29.00	59.79
其他	4.98	10.25
资产总计	48.51	100.00

资料来源：万向信托审计报告，联合资信整理

监管处罚方面，2022年6月，万向信托由于未按照相关监管规定真实反映固有资产质量，收到原中国银保监会浙江监管局处罚，罚款25.00万元，万向信托就监管意见完成整改。

资本充足性方面，截至2022年末，万向信托净资产和净资本分别为41.40亿元和31.96亿元，分别较上年末增长8.58%和7.03%；净资本/各项业务风险之和为229.43%，较上年末提升55.54个百分点；净资本/净资产为77.20%，较上年末下降1.09个百分点，万向信托各项指标均符合监管标准。

（2）期货业务和租赁业务

通惠期货和万向租赁规模相对较小，对公司收入利润贡献有限。

通惠期货是公司期货业务的运营主体，成立于1995年10月。万向租赁是公司融资租赁业务的运营主体，成立于1996年2月。截至2022年末，上述子公司规模相对较小，对公司收入和利润影响有限。

4. 互联网金融服务业务

公司互联网金融服务业务板块包括第三方支付业务、金融数据服务和区块链技术等业务。该业务板块收入主要来自第三方支付业务。

(1) 第三方支付业务

通联支付营业收入略有下降,支付业务逐步多元化,子公司业务对其收入形成较好的补充。

通联支付是公司第三方支付业务的运营主体,成立于2008年10月。2018年公司所持通联支付41.10%股权全部转让至民生人寿,但公司仍实际控制通联支付。2020年2月,民生人寿拥有直接和间接54.66%表决权达到控制。截至2022年末,通联支付合并资产总额302.20亿元,负债总额269.72亿元,所有者权益合计32.48亿元。2022年,通联支付实现营业收入66.04亿元,实现利润总额2.20亿元,同比均小幅下降,主要系受市场环境商户增值服务需求略有减少所致。

截至2022年末,通联支付共有36家省级分支机构,280多个二级地市业务部,1800多个县域服务点,服务商户超千万户,拥有400万商户,

其中,收单(含扫码)商户317万。与基金行业156家公募基金和代销机构达成合作,基金支付业务行业占有率排名行业第一;与证券行业机构开展合作,证券支付业务涵盖证券行业排名前十的证券公司。

通联支付营业收入主要来源于传统支付业务及创新支付业务。收入结构上,2022年,通联支付的传统支付业务收入占通联支付营业收入比重略有下降,传统支付业务以商户服务为主。除支付业务外,通联支付还通过子公司上海通华金科投资控股有限公司(以下简称“通华金科”)开展了大数据业务、普惠理财、金融电销及电催营销服务等。2022年,子公司业务对通联支付营业收入贡献为11.96%,对通联支付营业收入形成了较好的补充。

表9 通联支付合并收入构成情况表(单位:亿元、%)

项目		2020 年		2021 年		2022 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统支付业务	商户服务	24.78	46.91	39.26	57.44	35.71	54.07
创新支付业务	行业服务	5.73	10.85	6.50	9.51	6.75	10.23
	保险服务	2.65	5.02	2.37	3.47	2.50	3.78
	金融服务	2.79	5.28	2.67	3.91	2.38	3.60
	个人服务	7.93	15.01	7.89	11.54	8.69	13.16
其他		1.25	2.37	0.46	0.67	2.12	3.21
母公司合计		45.13	85.42	59.15	86.54	58.14	88.04
子公司其他业务		7.70	14.58	9.20	13.46	7.90	11.97
合计		52.83	100.00	68.35	100.00	66.04	100.00

注:部分数据之和与合计数存在尾差,主要系四舍五入所致
资料来源:公司提供、联合资信整理

(2) 金融数据服务

通联数据已搭建起了较为完善的产品结构,产品目前尚处于培育阶段,但利润实现能力尚未体现。

通联数据是公司金融数据服务的运营主体。通联数据成立于2013年12月。截至2022年末,通联数据股本5.29亿元,公司直接及间接持股比例为77.94%。截至2022年末,通联数据合并资产总额10.18亿元,负债总额4.79亿元,所有者权益合计5.39亿元。2022年,通联数据实现营业收入1.32亿元,同比减少10.82%,净亏损2.25亿元,主要系通联数据业务正处于拓展阶段以及其开发的

产品摊销金额较大所致。

通联数据将大数据、云计算、人工智能等信息技术和专业的投资理念相结合,打造金融服务平台。通联数据总部位于上海,并在北京、南京、深圳以及美国硅谷等地设有分公司。按照产品类型划分,通联数据提供的产品包括萝卜投研(基于大数据和机器学习的智能投研平台)、优矿(量化研究与交易平台)、魔方(覆盖MOM/FOF基金投资运作全流程的管理平台)、智能投顾(服务个人投资者)和数据商城(汇集股票、基金、债券、研报、资讯等数据)。

（3）区块链业务

公司不断在区块链领域进行布局,但目前仍处于早期阶段,无法对公司收入及利润形成补充。

公司于2015年开始布局区块链领域。2015年8月,公司设立了一支0.5亿美元的单一LP基金(包括海外VC基金0.3亿美元和国内VC基金0.2亿美元),用于在全球范围内投资区块链商业应用相关的各类项目。

万向区块链前身是成立于2015年的万向区块链实验室,2017年1月,万向区块链正式成立。截至2022年末,万向区块链股本1.00亿元,公司直接持股比例为90.00%。截至2022年末,万向区块链合并资产总额5.32亿元,负债总额7.40亿元,所有者权益合计-2.08亿元。2022年,万向区块链实现营业收入1.21亿元,净亏损1.14亿元。

2022年以来,万向区块链继续进行区块链底层技术开发与行业推广工作,包括持续改进升级主流区块链技术开源平台;参与行业、国家、国际标准制定;积极推进全球区块链生态建设,完善区块链战略布局;推进信息安全管理体认证;举办各类行业宣传活动,扩大品牌知名度;构建分布式和国际化的早期项目投资和加速业务等。此外,万向区块链为通用服务、电子政务、司法公正、金融行业、汽车行业、能源化工、农林牧渔、医疗健康、食品安全、公益慈善和版权保护等领域提供区块链解决方案。2022年,万向区块链已获得上海市“高新技术”企业认证。

5. 未来发展

公司总部目标较为明确,子公司制定了符合其发展情况的三年战略目标,战略规划和实施路径符合自身特点和未来发展需要。同时,公司主要子公司易受宏观环境、市场和政策影响,发展存在一定波动性。

未来,公司本部主要目标包括申请金控牌照、完善各管理系统的建设工作。

子公司方面,未来三年,民生人寿将坚持以用户为中心、聚焦中等用户群体,为中等收入群体提供专业化服务;回归保障,提升公司基础管理能力,加强资产管理水平。通联支付通过分阶

段、分步骤实施,业务上实行战略调整和转型,依托科技大力发展金融创新业务,力争成为市场规模与经济效益领先的科技金融服务企业。通联数据将聚焦打造通联数据移动互联网和人工智能时代的智能投资服务领航者的行业领先品牌;为机构投资者提供高效、智能、客观的平台、工具及资管服务;为机构投资者提供包括数据、研究、投资与风险管理、和交易的全流程服务。万向区块链将持续完善区块链产业生态建设;推动应用落地,将区块链技术应用到大B、小B和C端应用中。万向信托将进一步丰富产品结构,完善自身管理架构,加强风险管理,提升运营效率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报告,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,均出具了无保留意见的审计结论。

2022年,子公司民生人寿进行多项会计估计变更,以上变更使2022年末保险合同准备金合计减少约9.20亿元,增加税前利润约9.20亿元。本报告2020年度财务数据取自2020年审计报告的期末数/本期数,2021年度财务数据分别取自2022年审计报告的期初数/上期数,2022年度财务数据取自2022年审计报告的期末数/本期数。

合并范围方面,2021年,公司合并范围内新增一家子公司,但新增子公司规模不大。2022年,公司合并范围未发生变化。

整体看,公司财务数据可比性一般。

截至2022年末,公司合并资产总额1623.48亿元,负债合计1438.67亿元,所有者权益合计184.81亿元,其中归属于母公司的所有者权益91.44亿元。2022年,公司实现营业总收入216.91亿元,利润总额-1.17亿元;经营活动产生的现金流量净额77.48亿元,现金及现金等价物净增加额30.94亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

截至2022年末,公司资产规模较大,较上年

末变动不大;资产构成以投资资产和货币资金为主,但受限比例较高,整体资产流动性一般、质量一般;公司投资资产中包含着较大规模的债券、信托产品及资管产品等,相关信用风险需关注。

截至2022年末,公司资产总额较上年末变动不大。公司资产结构以非流动资产为主,占比如下表所示。

表10 公司资产主要构成

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	553.56	35.51	707.63	43.58	795.36	48.99
其中:货币资金	224.72	40.60	288.93	40.83	340.03	42.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	236.29	42.68	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	26.91	4.86	54.64	7.72	66.97	8.42
交易性金融资产	0.00	0.00	199.94	28.25	163.19	20.52
其他流动资产	4.74	0.86	80.80	11.42	156.21	19.64
非流动资产	1005.44	64.49	916.19	56.42	828.12	51.01
其中:可供出售金融资产	453.94	45.15	-	-	-	-
持有至到期投资	136.74	13.60	-	-	-	-
债权投资	0.00	0.00	277.49	30.29	335.24	40.48
其他债权投资	0.00	0.00	285.83	31.20	127.31	15.37
其他非流动金融资产	0.00	0.00	96.14	10.49	80.89	9.77
其他非流动资产	205.72	20.46	18.11	1.98	19.99	2.41
资产总额	1559.00	100.00	1623.82	100.00	1623.48	100.00

注:计算流动资产和非流动资产占比,分母均为总资产;计算流动资产和非流动资产包含科目的占比,分母分别为流动资产和非流动资产。
资料来源:公司审计报告、联合资信整理

流动资产

截至2022年末,公司流动资产较上年末增长12.40%,主要系货币资金和其他流动资产规模增长所致,流动资产以货币资金、交易性金融资产和其他流动资产为主。

截至2022年末,公司货币资金余额较上年末增长17.69%,其中受限货币资金合计251.14亿元,占货币资金的比重为73.86%,主要为按照中国人民银行颁布的《非银行支付机构客户备付金存管办法》所提取的客户备付金。

截至2022年末,公司交易性金融资产163.19亿元,较上年末有所下降,主要包含权益工具投资(103.47亿元)、债务工具投资(36.44亿元)、资产管理产品(14.49亿元)和信托计划(8.30亿元)等,仍以民生人寿投资资产组合中投资资产为主,其中8.82亿元债券用于卖出回购金融资产款的质押,受限资产占比较小。

公司买入返售金融资产以民生人寿投资资

产组合中投资资产为主。截至2022年末,公司买入返售金融资产为66.97亿元,较上年末增长22.57%,主要系民生人寿债券逆回购规模增长所致。

截至2022年末,公司其他流动资产为156.21亿元,较上年末增长93.32%,主要系1年内到期的同业存单增加所致,公司其他流动资产以债券(含同业存单,合计126.22亿元)、银行存款(20.01亿元)为主。

非流动资产

截至2022年末,公司非流动资产余额为828.12亿元,较上年末下降9.61%,主要系其他债权投资减少所致;非流动资产构成以债权投资、其他债权投资和其他非流动金融资产为主。

公司债权投资、其他债权投资和其他非流动金融资产以民生人寿投资资产为主。截至2022年末,公司债权投资为335.24亿元,较上年末有所增长,主要为债券(151.65亿元)、协议存款

(119.15亿元)和信托计划(32.86亿元)等;公司对债权投资累计计提减值准备4.82亿元;公司其他债权投资为127.31亿元,较上年末大幅下降,主要系民生人寿资产顺应市场行情进行资产配置所致,全部为债券,公司对其他债权投资计提减值准备0.02亿元。截至2022年末,公司其他非流动金融资产为80.89亿元,主要为民生人寿投

资的债券,债券占比84.60%。

资产受限情况

截至2022年末,公司资产受限金额账面价值占资产总额比例为23.66%,受限资产占比较高,同时考虑到公司以非流动资产为主,资产流动性一般。

表 11 截至 2022 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	251.14	15.47	客户备付金
债券	132.69	8.17	卖出回购金融资产款的质押
固定资产	0.34	0.02	用于担保
合计	384.17	23.66	—

资料来源:公司年报,联合资信整理

(2) 资本结构

所有者权益

2022年末,公司所有者权益规模较上年末有所下降,少数股东权益占比较高,所有者权益稳定性一般。

2022年,公司未进行股利分配。截至2022年末,公司所有者权益合计184.81亿元,较上年末下降9.61%,主要系民生保险现金分红使少数股东所有者权益减少,同时公司偿还股东上海冠鼎泽有限公司借予公司的9.00亿元永续债所致;其中,归属于母公司的所有者权益占比49.48%,少数股东权益占比50.52%,公司少数股东权益占比较高,主要系因公司直接及间接持有民生人寿的

股份比例为43.84%,并通过派驻董事通过财务和经营决策形成实际控制并表所致。截至2022年末,归属于母公司的所有者权益中,实收资本占比54.68%,资本公积占比7.02%,未分配利润占比33.59%,所有者权益稳定性一般。

负债

截至2022年末,公司负债规模略有增长,全部债务规模有所下降,整体债务负担一般,但债务结构偏短期,杠杆水平较高,需关注公司流动性管理情况。

截至2022年末,负债总额1438.67亿元,较上年末增长1.36%,非流动负债占比较上年末有所提升,主要为保险合同准备金。

表 12 公司负债主要构成

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	580.32	42.92	572.74	40.35	537.23	37.34
其中:卖出回购金融资产款	183.34	31.59	134.91	23.55	67.01	12.47
其他流动负债	262.24	45.19	318.75	55.65	344.85	64.19
非流动负债	771.67	57.08	846.63	59.65	901.44	62.66
其中:保险合同准备金	3.48	0.26	739.90	87.39	822.89	91.29
其他非流动负债	722.86	93.67	53.30	6.30	39.81	4.42
负债总额	1351.99	100.00	1419.37	100.00	1438.67	100.00

注:计算流动负债和非流动负债占比,分母均为负债总额;计算流动负债和非流动负债包含科目的占比,分母分别为流动负债和非流动负债

资料来源:公司审计报告、联合资信整理

截至2022年末,公司流动负债为537.23亿元,较上年末下降6.20%,主要系卖出回购金融资产

款减少所致。

截至2022年末,公司卖出回购金融资产款为

67.01亿元，较上年末下降50.33%，主要系民生人寿投资资产组合减少了债券卖出回购规模所致，公司卖出回购金融资产质押物均为债券。

公司其他流动负债主要为通联支付结算资金往来款、民生人寿保户储金及投资款，两项占比之和超过95%；截至2022年末，公司其他流动负债344.85亿元，较上年末增长8.19%。

截至2022年末，公司非流动负债为901.44亿元，较上年末增长6.47%。其中，民生人寿保险合同准备金占比超过90%。

全部债务方面，截至2022年末，公司全部债务为127.06亿元，较上年末下降35.70%，主要系短期借款和卖出回购金融资产款下降所致；其中，短期债务占比73.39%，债务结构以短期债务为主，存在一定流动性管理压力。

杠杆水平方面，截至2022年末，公司资产负债率为88.62%，较上年末上升1.21个百分点，杠杆水平较高，但考虑到公司负债中保险合同准备金规模较大，仍属合理水平。截至2022年末，公司全部债务资本化比率为40.74%，长期债务资本化比率为15.46%，公司债务负担处于一般水平。

表 13 公司债务和杠杆情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期债务	216.03	154.97	93.26
长期债务	30.15	42.62	33.81
全部债务	246.18	197.59	127.06
资产负债率（%）	86.72	87.41	88.62
全部债务资本化比率（%）	54.32	49.15	40.74
长期债务资本化比率（%）	12.71	17.25	15.46

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（3）盈利能力

2022年，公司投资收益下降导致营业总收入同比下降，利润总额大幅下降，整体盈利能力处于一般水平。

2022年，公司实现营业总收入216.91亿元，同比下降14.32%，具体构成及变化分析参见“经营概况”。

2022年，公司营业总成本为219.31亿元，同比下降9.14%，降幅低于营业总收入；营业总成本主要由营业成本、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额和期间费用等构成。公司赔付支出净额和提取保险合同准备金净额均由民生人寿保险业务产生，2022年，公司赔付支出净额同比

略有减少，提取保险合同准备金净额同比略有提升。2022年，公司期间费用总额为30.93亿元，同比下降9.43%；2022年，公司计提各项减值损失合计2.55亿元，同比有所减少，主要为对万向信托信托计划计提的减值损失。

2022年，公司利润总额同比大幅下降110.83%，由正转负；但由于公允价值变动导致的递延所得税调整规模很大，公司净利润同比增长23.84%。从盈利能力指标看，2022年，公司净资产收益率和总资产收益率均略有增长；公司营业利润率由正转负；盈利波动性为50.23%，公司整体盈利能力一般。

表 14 公司盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	287.29	253.18	216.91
其中：营业收入	62.62	79.39	77.13
已赚保费	123.81	120.37	116.70
投资收益	67.95	58.91	24.86
公允价值变动损益	18.84	-18.91	-10.41
营业总成本	246.33	241.37	219.31

其中：营业成本	58.58	66.17	59.58
赔付支出净额	27.04	25.29	24.15
提取保险合同准备金净额	80.17	82.59	83.18
期间费用	37.57	34.15	30.93
各项减值损失	12.53	3.83	2.55
利润总额	35.50	10.82	-1.17
净利润	27.78	10.38	12.86
营业利润率（%）	14.54	4.95	-0.64
总资产收益率（%）	1.91	0.65	0.79
净资产收益率（%）	13.74	5.05	6.61
归母净资产收益率（%）	11.23	4.39	10.51

注：1. 期间费用=业务及管理费+管理费用+销售费用+研发费用+财务费用；2. 各类减值损失=资产减值损失+信用减值损失+其他资产减值损失

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从同行业对比来看，公司总资产收益率低于平，资产负债率偏高，盈利波动性较大。样本平均水平，净资产收益率略高于样本平均水

表 15 截至 2022 年末同行业企业盈利情况对比

企业名称	总资产收益率（%）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）	盈利波动性（%）
江西省金融控股集团有限公司	1.33	3.28	61.01	6.15
安徽国元金融控股集团有限责任公司	1.77	5.39	68.71	7.00
厦门金圆投资集团有限公司	2.71	5.02	45.98	13.17
上述样本企业平均值	1.94	4.56	58.57	8.77
万向控股	0.79	6.61	88.62	50.23

资料来源：Wind、公司财务报告，联合资信整理

（4）现金流

2022年，公司经营活动现金流、投资活动现金流均维持净流入状态；筹资活动现金流继续为净流出状态。公司经营对外部融资依赖度一般，整体现金流状况良好。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流量继续维持净流入状态，同比增长24.03%，主要系退保金等现金流出同比减少所致。

从投资活动来看，2022年，公司持续收回投资活动产生的现金，投资活动现金流量继续维持净流入状态。

从筹资活动来看，2022年，公司减少筹资活动现金流入，使筹资活动现金流量仍为净流出。

截至2022年末，公司期末现金及现金等价物88.89亿元，较上年末有所提升，合并范围内现金较为充裕。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流量净额	126.08	62.47	77.48
投资活动现金流量净额	-130.54	37.81	68.01
筹资活动前净现金流	-4.46	100.28	145.50
筹资活动现金流量净额	-40.86	-84.54	-114.81
现金及现金等价物净增加额	-45.55	15.68	30.94
期末现金及现金等价物余额	42.27	57.95	88.89

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 母公司报表分析

公司母公司层面为控股平台，无实际经营业

务，资产负债结构仍较为单一，杠杆率保持一般水平；盈利主要依赖于持有子公司的投资收益，但收入波动较大；母公司期末现金及现金等价物较为充足。

截至 2022 年末，公司母公司口径资产总额 93.59 亿元，较上年末下降 3.03%，变动不大，资产结构以货币资金（占比 5.57%）、长期股权投资（占比 77.80%）和长期应收款（占比 8.70%）为主，其中长期应收款中个人往来款占比高，需持续关注。截至 2022 年末，公司母公司口径负债规模 19.02 亿元，较上年末大幅下降 43.06%，主要系短期借款大幅减少所致，母公司口径负债主要由一年内到期的非流动负债（主要为一年内到期的公司债及利息，占比 93.76%）构成。截至 2022 年末，公司母公司口径资产负债率为 20.33%，杠杆水平一般。截至 2022 年末，母公司口径全部债务为 18.84 亿元，较上年末大幅下降 44.89%，全部为短期债务。截至 2022 年末，公司母公司口径所有者权益 74.57 亿元，较上年末增长 18.15%，主要系民生人寿分红使其未分配利润大幅增长所致。

母公司营业收入主要来源于持有子公司的投资收益。2022 年，公司母公司口径实现营业总收入 21.90 亿元，同比大幅增长，主要系民生人寿分红规模较大所致，其中投资收益 21.80 亿元；实现净利润 20.98 亿元，同比大幅增加。

母公司口径现金流方面，2022 年，经营活动和筹资活动均继续呈现现金净流出状态，分别为 2.72 亿元和 24.15 亿元，投资活动现金流继续处于净流入状态，为 30.14 亿元，同比大幅增长 191.89%，主要系子公司分红规模较大所致，期末现金及等价物余额 5.21 亿元，较为充足。

4. 偿债指标

公司偿债能力指标表现尚可。

合并口径偿债指标来看，短期偿债能力指标方面，2022 年，公司流动比率升至 148.05%，筹资活动前现金流入和期末现金及现金等价物对短期债务倍数均有所提升，公司合并口径短期偿债能力较好。长期偿债能力指标方面，2022 年，公司 EBITDA 为 6.28 亿元，同比下降 64.59%，主要系利润总额下降所致。2022 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.53 倍；EBITDA 对全部债务覆盖程度较差。整体看，公司合并口径长期偿债能力一般。

从母公司口径偿债指标来看，2022 年，公司母公司口径流动比率为 43.90%；筹资活动前现金流入对短期债务能够形成较好的覆盖，但期末现金及现金等价物余额对短期债务的保障承压；母公司口径 EBITDA 对全部债务和利息能够形成较好的覆盖。母公司口径偿债能力指标表现较好。

表 17 公司偿债能力指标

项目		合并			母公司		
		2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	95.39	123.55	148.05	109.58	57.10	43.90
	筹资活动前现金流入/短期债务（倍）	-0.02	0.65	1.56	0.90	0.60	1.46
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.20	0.37	0.95	0.08	0.15	0.28
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	43.41	17.75	6.28	5.98	0.61	22.75
	EBITDA/全部债务（倍）	0.18	0.09	0.05	0.19	0.02	1.21
	EBITDA 利息倍数（倍）	24.00	11.75	3.53	3.67	0.43	14.11

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 或有负债

公司或有负债风险较小。

截至 2022 年末，公司无对外担保情况。

未决诉讼方面，截至 2022 年末，公司不存在

作为被告的重大未决诉讼；但子公司万向信托作为原告旗下信托计划涉及诉讼 10 笔，合计金额约 18.17 亿元，主要为金融借款合同纠纷，6 笔处于一审阶段，4 笔处于胜诉执行阶段，同时，万向

信托通过债权转让、债务重组、执行拍卖、现金清收等方式正有序实现债权回收,需持续关注相关涉诉资产收回情况。

十、债券偿还能力分析

公司各项指标对全部债务的覆盖程度尚可;考虑公司在资本实力、金融业务多元化布局等方面的优势,公司对本次跟踪债券的偿还能力很强。

截至2023年5月末,公司母公司发行的存续期普通债券合计金额10.50亿元。

截至2022年末,公司合并口径全部债务为127.06亿元,母公司口径全部债务为18.84亿元,合并口径所有者权益、经营活动现金流入额、经营活动现金流量净额对公司全部债务覆盖程度较好,合并口径EBITDA对公司全部债务覆盖程度较差;母公司口径所有者权益和EBITDA对全部债务覆盖程度较好,但母公司经营活动现金流入额和经营活动现金流量净额对全部债务覆盖程度较差。整体看,公司各项指标对全部债务的覆盖程度尚可。

表 18 截至 2022 年末债券偿还能力指标

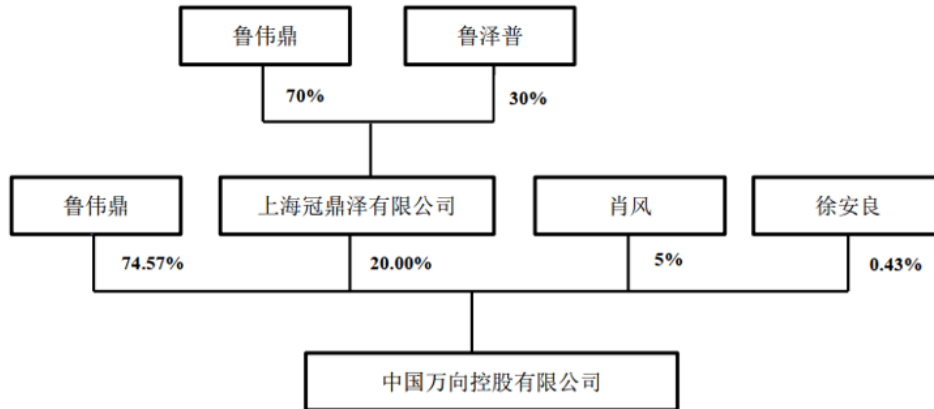
项目	合并口径	母公司口径
全部债务(亿元)	127.06	18.84
所有者权益/全部债务(倍)	1.45	3.96
经营活动现金流入/全部债务(倍)	1.85	0.04
经营活动现金流量净额/全部债务(倍)	0.61	-0.14
EBITDA/全部债务(倍)	0.05	1.21

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

十一、结论

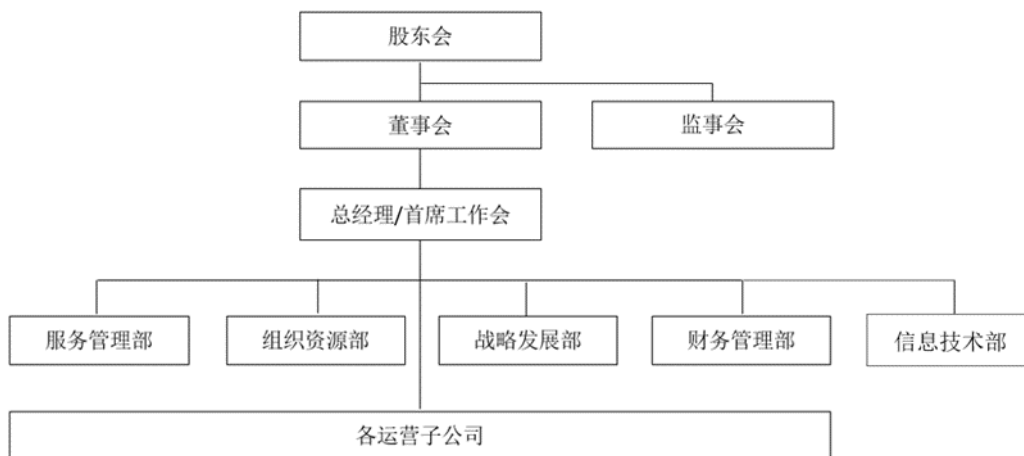
基于经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“20 万向 01”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年末中国万向控股有限公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 1-2 截至 2022 年末中国万向控股有限公司组织架构图



资料来源：公司提供、联合资信整理

附件 2-1 中国万向控股有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
资产总额 (亿元)	1559.00	1623.82	1623.48
所有者权益 (亿元)	207.01	204.45	184.81
归属于母公司所有者权益 (亿元)	103.06	93.67	91.44
短期债务 (亿元)	216.03	154.97	93.26
长期债务 (亿元)	30.15	42.62	33.81
全部债务 (亿元)	245.96	197.59	127.06
营业总收入 (亿元)	287.29	253.18	216.91
投资收益 (亿元)	67.95	58.91	24.86
利润总额 (亿元)	35.50	10.82	-1.17
EBITDA (亿元)	43.41	17.75	6.28
筹资前净现金流 (亿元)	-4.46	100.28	145.50
财务指标			
营业利润率 (%)	14.54	4.95	-0.64
总资产收益率 (%)	1.91	0.65	0.79
净资产收益率 (%)	13.74	5.05	6.61
归母净资产收益率 (%)	11.23	4.39	10.51
长期债务资本化比率 (%)	12.71	17.25	15.46
全部债务资本化比率 (%)	54.32	49.15	40.74
资产负债率 (%)	86.72	87.41	88.62
流动比率 (%)	95.39	123.55	148.05
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.20	0.37	0.95
筹资活动前现金流入/短期债务 (倍)	-0.02	0.65	1.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.00	11.75	3.53
EBITDA/全部债务 (倍)	0.18	0.09	0.05

资料来源：公司审计报告及财务报告，联合资信整理

附件 2-2 中国万向控股有限公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	103.18	96.52	93.59
所有者权益（亿元）	70.87	63.11	74.57
短期债务（亿元）	20.00	13.00	18.84
长期债务（亿元）	11.78	18.48	0.00
全部债务（亿元）	31.78	31.48	18.84
经调整的营业收入（亿元）	9.85	0.56	21.90
投资收益（亿元）	9.75	0.37	21.80
利润总额（亿元）	4.21	-0.95	20.98
EBITDA（亿元）	5.98	0.61	22.75
筹资前净现金流（亿元）	18.02	7.74	27.42
营业利润率（%）	69.38	-149.15	95.83
总资产收益率（%）	3.87	-0.95	22.08
净资产收益率（%）	5.52	-1.41	30.48
长期债务资本化比率（%）	14.25	22.65	0.00
全部债务资本化比率（%）	30.96	33.28	20.17
资产负债率（%）	31.32	34.61	20.33
流动比率（%）	109.58	57.10	43.90
筹资活动前现金流入/短期债务（倍）	0.90	0.60	1.46
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.08	0.15	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	3.67	0.43	14.11
EBITDA/全部债务（倍）	0.19	0.02	1.21

资料来源：公司审计报告及财务报告，联合资信整理

附件 3 金融控股类企业主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
盈利指标	
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
归母净资产收益率	归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益) /2]×100%
营业利润率	营业利润/营业总收入或经调整的营业总收入×100%
盈利能力波动性	近 3 年总资产收益率标准差/总资产收益率算数平均值×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (全部有息债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA/全部债务	EBITDA/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务
筹资活动前现金流入/短期债务	(经营活动现金流入+投资活动现金流入) /短期债务

注: 经调整的营业总收入=营业总收入+投资收益+公允价值变动收损益 (经调整的营业总收入指标仅适用于一般企业财务报表格式的企业)

短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+应付短期融资款+向中央银行借款+同业及其他金融机构存放款项+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持